

2024年11月04日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

# 新乳业（002946）：低温产品加速增长，华东区表现较佳

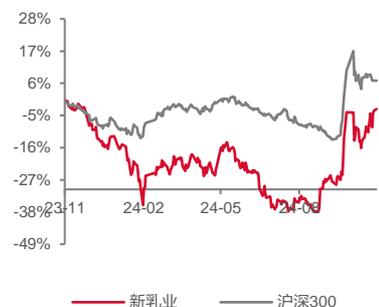
——公司简评报告

## 证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yx@longone.com.cn

数据日期	2024/11/04
收盘价	12.48
总股本(万股)	86,067
流通A股/B股(万股)	85,158/0
资产负债率(%)	66.25%
市净率(倍)	3.45
净资产收益率(加权)	16.92
12个月内最高/最低价	13.50/7.88



## 相关研究

《新乳业（002946）：低温业务保持增长，盈利能力加速提升——公司简评报告》2024.09.03

《新乳业（002946）：深化“鲜立方”战略，盈利水平持续提升——公司简评报告》2024.04.29

## 投资要点

- 事件：**公司发布2024年三季度报，2024年前三季度实现营业收入81.5亿元，同比减少0.54%；实现归母净利润4.74亿元，同比增加24.37%。其中，2024Q3实现营业收入27.85亿元，同比下降3.82%，实现归母净利润1.77亿元，同比增长22.92%。受到“一只酸奶牛”出表的影响，前三季度营收增速放缓，但利润实现较快增长。
- 低温产品加速增长，华东区表现较佳。**分产品来看，Q3低温鲜奶和低温酸奶营收同比实现双位数左右增长，较上半年增速提升；Q3常温品类表现相对疲软，同比中低个位数的下滑。高端品牌唯品前三季度营收同比双位数增长，其中Q3营收增速加速提升，主要由于区域的扩张以及大客户的拓展。公司低温品类保持快速增长有几个原因，一是在战略上坚持以低温鲜奶和低温特色酸奶为核心品类；二是重视新品研发和推广，新品收入占营收的比重保持在双位数以上；三是今年以来DTC渠道成长较快，助推低温品类快速增长。分地区来看，华东区域Q3表现较佳，Q3华东子公司营业收入同比实现双位数增长，西部公司受整体消费环境以及产品结构的影响，营业收入有所承压。在政策促进牛奶消费的推动下，乳制品需求有望迎来改善，公司液态奶渗透率持续提升。
- 产品结构优化和成本下降带动盈利能力提升。**2024Q3公司净利率6.54%，同比+1.52pct，毛利率28.83%，同比+2.4pct，主要受益于原奶价格下行以及产品结构调整的影响。2024Q3经营活动现金流量净额3.17亿元，同比+4.28%。2024Q3销售费用率为15.27%，同比+1.3pct。行业竞争激烈，市场推广费用增加，销售费用率小幅提升。Q3管理费用率为3.95%，同比-0.24pct；Q3财务费用率0.89%，同比-0.12pct。管理效率提升，利息支出下降。随着公司产品结构和成本端的持续优化，以及费用端的改善，公司盈利能力有望持续提升。此外，公司发布2024年中期利润分配预案，拟向全体股东每10股派发现金股利0.35元（含税），预计派发现金股利总额3012.35万元（含税），不断提升股东回报。
- 投资建议：**公司以“鲜立方战略”为核心方向，以低温产品为主导，加持强有力的现代化媒体营销力，率先“强势”突围，优先实现“泛全国化”布局。产品结构优化以及成本红利带动公司业绩持续增长，我们预计2024-2026年归母净利润分别为5.63/6.45/8.11亿元（前值分别为5.63/6.43/8.08亿元）；EPS分别为0.65/0.75/0.94元，对应PE估值为19/17/13倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原奶价格波动风险，产品推广不及预期，行业竞争加剧。

## 盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	10,987.29	11,213.70	11,618.18	12,380.75
同比增速(%)	9.80%	2.06%	3.61%	6.56%
归母净利润(百万元)	430.83	563.45	644.94	810.66
同比增速(%)	19.27%	30.78%	14.46%	25.69%
EPS（元/股）	0.50	0.65	0.75	0.94
市盈率（P/E）	24.93	19.06	16.65	13.25
市净率（P/B）	4.20	3.61	3.23	2.91

资料来源：携宁，东海证券研究所

注：截止时间2024年11月04日

## 附录：三大报表预测值

## 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,987	11,214	11,618	12,381
%同比增速	10%	2%	4%	7%
营业成本	8,035	8,188	8,382	8,809
毛利	2,953	3,026	3,236	3,572
%营业收入	27%	27%	28%	29%
税金及附加	52	53	56	61
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	1,678	1,738	1,818	1,931
%营业收入	15%	16%	16%	16%
管理费用	470	493	523	557
%营业收入	4%	4%	5%	5%
研发费用	47	49	52	57
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	162	89	94	84
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-17	-2	-2	-2
信用减值损失	-9	-10	-11	-12
其他收益	64	64	67	72
投资收益	6	11	12	12
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	23	10	15	20
资产处置收益	-103	-11	-12	-12
营业利润	508	664	762	959
%营业收入	5%	6%	7%	8%
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	509	666	763	960
%营业收入	5%	6%	7%	8%
所得税费用	71	93	107	134
净利润	438	573	656	826
%营业收入	4%	5%	6%	7%
归属于母公司的净利润	431	563	645	811
%同比增速	19%	31%	14%	26%
少数股东损益	7	9	11	15
EPS (元/股)	0.50	0.65	0.75	0.94

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.50	0.65	0.75	0.94
BVPS	2.97	3.46	3.86	4.29
PE	24.93	19.06	16.65	13.25
PEG	1.29	0.62	1.15	0.52
PB	4.20	3.61	3.23	2.91
EV/EBITDA	10.36	12.60	10.74	8.91
ROE	17%	19%	19%	22%
ROIC	10%	9%	9%	11%

## 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	440	953	2,023	2,579
交易性金融资产	52	22	30	40
应收账款及应收票据	610	674	655	688
存货	712	806	816	835
预付账款	82	176	157	148
其他流动资产	107	80	88	91
流动资产合计	2,002	2,711	3,769	4,380
长期股权投资	538	574	611	652
投资性房地产	20	20	21	22
固定资产合计	2,883	2,874	2,831	2,795
无形资产	681	703	699	673
商誉	1,003	1,006	945	863
递延所得税资产	30	26	26	26
其他非流动资产	1,781	1,772	1,682	1,590
资产总计	8,938	9,686	10,584	11,003
短期借款	916	1,012	1,293	979
应付票据及应付账款	925	910	984	1,009
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	217	224	227	239
应交税费	49	64	59	63
其他流动负债	1,911	1,961	1,971	2,080
流动负债合计	4,018	4,171	4,533	4,369
长期借款	1,367	1,487	1,618	1,775
应付债券	699	729	758	787
递延所得税负债	15	14	14	14
其他非流动负债	199	216	234	246
负债合计	6,299	6,617	7,158	7,191
归属于母公司的所有者权益	2,557	2,978	3,324	3,694
少数股东权益	82	92	103	118
股东权益	2,639	3,069	3,426	3,812
负债及股东权益	8,938	9,686	10,584	11,003

## 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,557	809	1,226	1,380
投资	2,720	-52	-236	-140
资本性支出	-644	-558	-419	-352
其他	23	42	3	10
投资活动现金流净额	-587	-352	-207	-154
债权融资	-685	303	459	-117
股权融资	3	-48	0	0
支付股利及利息	-216	-316	-408	-554
其他	-48	119	0	0
筹资活动现金流净额	-946	57	51	-671
现金净流量	15	514	1,070	556

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年11月04日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089